

Desafíos de la reformulación de la arquitectura financiera regional en América Latina	Titulo
Marín, Claudia - Autor/a;	Autor(es)
Buenos Aires	Lugar
CLACSO	Editorial/Editor
2013	Fecha
	Colección
Sistema financiero internacional; Finanzas internacionales; Integración económica; Integración regional; Integración financiera; Integración; Sistema financiero; Sistema monetario; América Latina;	Temas
Doc. de trabajo / Informes	Tipo de documento
"http://biblioteca.clacso.edu.ar/clacso/becas/20131015093534/Marintrabajofinal.pdf"	URL
Reconocimiento-No Comercial-Sin Derivadas CC BY-NC-ND http://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/2.0/deed.es	Licencia

Segui buscando en la Red de Bibliotecas Virtuales de CLACSO

<http://biblioteca.clacso.edu.ar>

Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales (CLACSO)

Conselho Latino-americano de Ciências Sociais (CLACSO)

Latin American Council of Social Sciences (CLACSO)

www.clacso.edu.ar



Consejo Latinoamericano de Ciencias Sociales
Conselho Latino-americano de Ciências Sociais
Latin American Council of Social Sciences





Consejo Latinoamericano
de Ciencias Sociales

Conselho Latino-americano
de Ciências Sociais



PROGRAMA BECAS

INFORME DE INVESTIGACIÓN

www.clacso.org

Claudia Marín Suárez*

Desafíos de la reformulación de la arquitectura financiera regional en América Latina.

Introducción

Ante los problemas de la arquitectura financiera internacional y las carencias de su marco institucional, se ha perfilado una tendencia a la regionalización de las relaciones monetario-financieras sobre la base de mecanismos regionales y subregionales de integración. Este fenómeno ha tenido sus expresiones más importantes en Asia.

En América Latina, bajo una concepción que integra tres elementos como la banca de desarrollo, los fondos de reserva y las unidades de cuenta regionales, han surgido el Banco del Sur, el Banco del ALBA, el Sistema de Pagos en Monedas Locales entre Brasil y Argentina y el SUCRE. Aunque la creación de estos mecanismos ha implicado esfuerzos por parte de gobiernos comprometidos con un cambio en el diseño financiero regional, los avances aún son modestos, restando desafíos aún más grandes por sortear.

La investigación intenta demostrar que los principales desafíos que enfrenta el proceso de integración monetario-financiera en América Latina están asociados al limitado grado de interdependencia entre sus economías, la dependencia de los mercados internacionales, el escaso desarrollo de sus mercados financieros nacionales, el bajo nivel de coordinación de políticas económicas y la dependencia de un contexto político favorable.

Enmarcándose este trabajo en el campo de la integración monetario-financiera, como una dimensión del proceso de integración, resulta imprescindible dejar sentadas algunas premisas teóricas generales en este sentido. El abordaje teórico sobre la integración es amplio y diverso, y ha sido uno de los temas donde la academia ha mostrado mayores discrepancias. El proceso de integración europeo condicionó de manera significativa los aportes teóricos al respecto, pues se ha ubicado como el referente empírico fundamental. En ocasiones las premisas teóricas impuestas para la construcción y evaluación de la integración fueron determinadas por la forma en que esta tuvo lugar en Europa. A pesar de las críticas a esta visión de la integración, no ha surgido desde la heterodoxia un cuerpo teórico alternativo.

La noción de integración que se defiende en la presente investigación, sin que pretenda construirse una definición conceptual acabada, asume que esta debe ser entendida como: un proceso sustentado en la creación de relaciones de interdependencia; que forma parte de la inserción internacional de los países, coherente con las estrategias de desarrollo nacionales y el patrón de acumulación; que es un medio para el desarrollo, y no un fin en sí mismo; que tiene carácter multidimensional que rebasa el ámbito económico; que en él participan múltiples actores, por lo que no se limita a las relaciones intergubernamentales; y que no se

* Licenciada en Economía en la Facultad de Economía de la Universidad de La Habana en 2008. Investigadora del Centro de Investigaciones de Política Internacional (CIPi). Maestrante en Economía de la Facultad de Economía de la Universidad de La Habana. Becaria del Programa Regional de Becas de CLACSO 2012-2013. Dirección electrónica: claudia@cipi.cu claudia5385@yahoo.es

desarrolla linealmente, sino a saltos, con avances y retrocesos, y a veces a diferentes velocidades (Regueiro, 2012: 5-7).

Aunque el referente europeo arroja determinadas lecciones, no debe ser asumido como referente único e inescrutable, teniendo en cuenta que los orígenes, puntos de partida, condiciones socioeconómicas y políticas de este proceso en América Latina son muy diferentes. Lo propio ha ocurrido con la integración monetaria, donde el referente teórico fundamental lo constituye la perspectiva de las Áreas Monetarias Óptimas, surgida también al amparo del proceso de construcción de la Unión Económica y Monetaria en Europa.

En este trabajo se repasan con una visión crítica los principales postulados de dicha teoría, al tiempo que se consideran otros alternativos más afines con las condiciones de las economías subdesarrolladas. Luego se caracteriza el Sistema Monetario Internacional desde Bretton Woods hasta el Sistema de Tipos de Cambio Flexibles, incluyendo un análisis general del proceso de reforma de la arquitectura financiera internacional. Posteriormente, se analiza la forma de inserción de las economías latinoamericanas en dicho sistema y las implicaciones que acarrea en términos de autonomía, que junto con las características fundamentales de los sistemas financieros latinoamericanos, justifican la necesidad de diseñar una nueva arquitectura financiera regional en función del desarrollo. Por último se identifican los principales desafíos a enfrentar para avanzar en ese nuevo diseño financiero regional.

La integración monetaria desde la perspectiva de las Áreas Monetarias Óptimas

La Teoría de las Áreas Monetarias Óptimas (AMO) es una referencia teórica básica para el estudio de las uniones monetarias, aunque ello no significa que sea la más apropiada para un estudio aplicado a países subdesarrollados. El argumento esencial se respalda en el reconocimiento de las marcadas diferencias entre las economías a las que la teoría refiere (desarrolladas) y las latinoamericanas (subdesarrolladas). Sin embargo, no existe una teoría alternativa ni una experiencia concreta que resulte más cercana a la realidad de los países subdesarrollados. Ante este déficit, y la necesidad de abordar la integración monetario-financiera, fue preciso recurrir como un referente básico a la interpretación europea.

Un área monetaria óptima se define como una región que no es ni tan pequeña y abierta como para que sea preferible fijar su moneda a otra, ni tan grande como para dividirse en subregiones con monedas independientes (Frankel, 2003). Para definir la optimalidad de un área monetaria, se plantearon criterios que sustituyeran al tipo de cambio como instrumento de ajuste frente shocks externos. Los más relevantes se enuncian en lo que sigue.

En presencia de *movilidad laboral* entre dos regiones, el tipo de cambio deja de constituir un instrumento de ajuste imprescindible ante shocks asimétricos, pues la migración de fuerza de trabajo de una región a otra compensaría la inflación y el desempleo respectivamente (Mundell, 1999). Sin embargo, las variables del mercado laboral se caracterizan por una menor flexibilidad que otras variables económicas, por lo que definitivamente el ajuste, de ocurrir, se daría a una velocidad considerablemente menor.

La *movilidad de capital* también ha sido estudiada como forma de expandir la demanda a partir de la inversión en las regiones afectadas por el shock. No obstante, no es claro que este

mecanismo ocurra espontáneamente por el carácter procíclico de los flujos de capital. Sería más objetiva la orientación de la inversión hacia estas zonas por una autoridad supranacional y una elevada coordinación de políticas macroeconómicas.

El criterio de *apertura comercial* cuestiona la efectividad de un tipo de cambio flotante en economías pequeñas y abiertas, pues ante un shock externo negativo una devaluación no mejoraría la competitividad¹, sino que incrementaría los precios vía encarecimiento de las importaciones que no se puedan sustituir, por lo que la apertura entre socios comerciales militaría a favor de tener un tipo de cambio fijo entre ellos (McKinnon, 2002).

El criterio de la *diversificación productiva* plantea que países menos diversificados necesitan más el tipo de cambio como instrumento de ajuste ante shocks externos de la demanda, mientras que en los más diversificados un shock negativo específico no generaría necesariamente un efecto generalizado en la economía (Kenen, 1969). Sin embargo, economías menos diversificadas tienden a ser más abiertas, por lo que habría que considerar las ventajas y desventajas de adherirse a un régimen cambiario ultrafijo.

El *grado de integración financiera* puede incluirse como criterio de optimalidad, pues un déficit en la balanza de pagos generado por un shock negativo de la demanda, podría compensarse con entradas netas de capital, resultando más sencillo renunciar al tipo de cambio, en tanto más integrados financieramente estén los países (Marín y Pérez, 2008).

La importancia de la *correlación entre los ciclos económicos* radica en la necesidad de que la política monetaria común beneficie a todos los países de la región. Economías con ciclos desfasados estarán en peores condiciones de adherirse a un régimen común, pues la política monetaria no podría beneficiar a una sin perjudicar necesariamente al resto.

El enfoque de la *endogeneidad de los criterios* concluye que “es más probable que un país satisfaga los criterios para entrar en una unión monetaria *ex post* que *ex ante*” (Frankel y Rose, 1997, énfasis propio). Aunque una región no cumpla con las condiciones para conformar un AMO, no significa que estas no se den en la medida en que el proceso de integración avance. Ello refiere la necesidad de que la integración se genere de forma inducida partiendo de la voluntad política de integrarse.

La aplicación de estos criterios debe ser cuidadosa, pues las AMO son una construcción teórica desde y para los países desarrollados. Habría que considerar las diferencias entre los países que sustentan estas teorías y los subdesarrollados, en cuanto a niveles de desarrollo, estructuras productivas, historia, posición en la división internacional del trabajo e influencia en la economía mundial, todos ellos condicionantes del cauce del proceso de integración.

La integración monetaria y financiera desde otras perspectivas

Ante el escaso reconocimiento de niveles intermedios de cooperación o integración monetario-financiera en la teoría de AMO, en la literatura se sugieren cuatro agrupaciones

¹ Este es el caso típico donde la condición Marshall – Lerner no se cumple, pues la demanda de las importaciones es prácticamente inelástica con respecto a variaciones en el precio.

fundamentales para este tipo de arreglos a nivel regional: sistemas de pagos en monedas locales, fondos de reservas, iniciativas de desarrollo de los mercados financieros regionales y arreglos regionales de tipo de cambio (Mühlich y Fritz, 2012: 11). Los beneficios potenciales están asociados de manera general al control de la vulnerabilidad macroeconómica frente a shocks externos. Las potencialidades de la creación de sistemas de pagos compensados para el comercio intrarregional se vincularían a la reducción de los costos de las operaciones con monedas extranjeras y el aumento de la liquidez temporal en divisas.

La utilización de fondos de reserva regionales aumentaría la capacidad de respuesta ante shocks externos de balanza de pagos en el corto plazo sin recurrir a los organismos financieros internacionales y sin grandes requerimientos de coordinación de políticas macroeconómicas, lo que proveería también un marco para una gestión más eficiente de las reservas internacionales tanto a nivel de las economías individuales como del sistema monetario internacional, reduciendo el efecto recesivo de la sobreacumulación de reservas.

Los beneficios de la integración de los mercados financieros tienen que ver con el estímulo a la coordinación macroeconómica, la proporción de liquidez, la reducción del endeudamiento a corto plazo, la diversificación de riesgos, el desarrollo de los mercados financieros, la inversión en monedas nacionales, y el estímulo a la complementariedad. Además, proveería mejores condiciones para encauzar la inversión extranjera directa (IED) hacia las prioridades de los planes de desarrollo de los nacionales (Chapoy, 2006).

Ello exigiría a los países el fortalecimiento y la armonización de las regulaciones de los sistemas financieros nacionales, por ser el financiero un importante canal de contagio de las crisis. Igualmente, sería necesaria la potenciación de los mercados internos en términos de favorecer la movilización de recursos propios frente a los externos, pues la intención es la potenciación del desarrollo y la autonomía regional (Chapoy, 2006).

Por último, la cooperación en materia de regímenes de tipo de cambio, que pueden ir desde la consulta conjunta de políticas económicas hasta la coordinación explícita de tasas de cambio y otros aspectos de la política monetaria, restringiría las posibilidades de competencia mediante devaluaciones competitivas. Un beneficio adicional sería sentar las bases para esfuerzos futuros de mayor alcance (Mühlich y Fritz, 2012: 16-17).

Un elemento central en un proceso de integración monetario-financiera es la coordinación macroeconómica, en tanto requiere la uniformidad de las tasas de interés para asegurar el flujo ordenado de los capitales y su asignación eficiente en la región. Los instrumentos de política monetaria y cambiaria deben manejarse en función de normas coordinadas. La inflación y la política fiscal y de deuda deben acotarse considerando su relación con la política monetaria y las distorsiones que pueden introducir a nivel regional. La evidencia demuestra que los gobiernos son reticentes a la coordinación, pues ello implica la sesión de cuotas de soberanía. Cualquier intento de integración monetaria y financiera requerirá de algún nivel de coordinación para asegurar su éxito. En dependencia del grado de profundización del proceso, se requerirá la creación de instituciones supranacionales.

Evolución y caracterización del Sistema Monetario Internacional (1944-2012)

El Sistema Monetario Internacional (SMI) es la forma de organización de las relaciones monetarias internacionales, siendo estas las relaciones sociales que tienen lugar durante el movimiento de divisas para financiar el intercambio internacional de los resultados de la actividad económica (Piñeiro, 2004: 76). Está compuesto por mecanismos bancarios, autoridades nacionales, instituciones internacionales, instrumentos de pago y un conjunto de normas que rigen las relaciones internacionales públicas y privadas.

El SMI ha evolucionado como resultado del desarrollo de las relaciones económicas internacionales. A medida que las relaciones económicas se expandieron y el grado de internacionalización de las fuerzas productivas se profundizó, el SMI reclamó formas más flexibles para satisfacer los requerimientos de liquidez de la actividad económica. En lo que sigue se enuncian las principales características del SMI desde 1944 hasta la actualidad.

Sistema de Bretton Woods

En julio de 1944, en Bretton Woods, New Hampshire, Estados Unidos, se decidió el SMI que imperaría a partir de ese momento. Fue diseñado un patrón cambio oro con modificaciones, con el fin de asegurar la provisión de liquidez a la economía internacional, volcada ahora hacia la recuperación de Europa y Japón tras la Segunda Guerra Mundial. Se convino en establecer un sistema de tipos de cambio fijos en relación al oro y al dólar, que se convirtió en única divisa convertible, a un precio fijo de 35 dólares la onza troy. Sólo se permitirían variaciones de los tipos de cambio en una banda del 1%, mientras que cambios más grandes deberían responder a desajustes crónicos de la balanza de pagos y ser autorizadas por el Fondo Monetario Internacional (FMI), que se convirtió en el brazo institucional del sistema.

El papel del dólar en el nuevo SMI fue medular, pues este se estableció como la moneda de reserva internacional por excelencia. Los Estados Unidos se convirtieron así en emisores de la moneda de curso y reserva internacional, o sea, en una suerte de banquero mundial. Ello permitió una notable expansión de las empresas estadounidenses hacia actividades económicas en Europa y Japón que constituían nichos de rendimientos para el capital.

La creciente salida de capitales de los Estados Unidos, vinculados a la expansión del gasto militar, los préstamos y la ayuda externa y las inversiones en acciones de compañías extranjeras, terminaron por generar déficit en su balanza de pagos y superávit en la de los países europeos. De esta manera, se delineó un dólar sobrevaluado respecto a las monedas de otros países, que se resistían a la revaluación por las implicaciones en términos de competitividad que ello suponía. El dólar fue capaz de mantener la convertibilidad en oro por algunos años debido a la magnitud de las reservas estadounidenses de este metal. Para 1960 la relación deuda líquida/reservas de oro se tornó negativa, y desde ese momento, a pesar de las medidas adoptadas para contener esta tendencia, no ha vuelto a recuperarse².

La provisión de liquidez del SMI dependía de un déficit creciente de balanza de pagos en los Estados Unidos. Este país emitía billetes inflados con bajo respaldo en oro, que, al transferirse

² La deuda líquida se refiere al circulante en dólares en el resto del mundo, en tanto la posesión de un dólar representaba la obligación de la Reserva Federal a convertirlo en oro al precio establecido en Bretton Woods.

al resto del mundo, servían de base para la emisión de monedas nacionales también infladas³. La combinación de una política monetaria expansiva, con libre movilidad de capitales y un sistema de tipos de cambio fijos, conocida como *trilogía de lo imposible*, arriesgaba la sostenibilidad del sistema, derivando en el agotamiento de la convertibilidad del dólar por la sangría de reservas que implicaba el sostenimiento de un tipo de cambio sobrevaluado.

Para 1971 la balanza comercial estadounidense se había vuelto deficitaria, registrándose un déficit en cuenta corriente, que acentuaba el desequilibrio de balanza de pagos de años anteriores, en un contexto de estanflación. En este momento se anuncia la suspensión de la convertibilidad del dólar en oro. A pesar de los intentos posteriores por retomarla, el carácter estructural de la crisis condicionó que para 1973 la mayoría de los países hubieran abandonado el tipo de cambio fijo, terminando así con el SMI de Bretton Woods.

Sistema de tipos de cambio flexibles

En enero de 1976, en Kingston, Jamaica, se legalizó el ya implementado sistema de libre flotación. Se le encargó al FMI el desarrollo de una estricta vigilancia de las políticas económicas de sus miembros, aunque en la práctica, esta se orientó esencialmente hacia los países subdesarrollados. El diseño del SMI quedó a cargo del grupo de países más poderosos.

Estados Unidos pasó a ser deudor neto de capitales, mostrando un cambio en su posición inversionista respecto al período previo. Sin embargo, su posición como emisor de la moneda de reserva internacional no cambió. La provisión de liquidez dependía ahora de la generación de déficit en cuenta corriente y no en la cuenta capital. Los países subdesarrollados se convirtieron en emisores netos de capitales, lo que es contradictorio considerando los problemas de generación y canalización del ahorro de estas economías.

El dólar, aunque aún es la moneda más importante de reserva, ha experimentado una pérdida relativa de peso en la composición de las reservas mundiales en favor del euro y otras monedas. El actual patrón monetario es bipolar, concentrado esencialmente en el dueto dólar – euro, aunque con un sesgo hacia el uso del dólar. Ello marca, junto con el tránsito hacia la flotación, una diferencia notable del actual SMI respecto al previo. En cuanto a las funciones de unidad de cuenta y medio para transacciones, el dólar ostenta la primacía a nivel mundial: los precios se determinan en dólares y la mayor parte el comercio se da en esa moneda.

En la base de algunas tendencias recientes de los mercados financieros internacionales, relacionadas con el comportamiento errático del sistema financiero, se encuentra la búsqueda de marcos más amplios, flexibles y desregulados para la actividad financiera, que aseguren mayores rendimientos al capital. Este ambiente de desregulación ha propiciado el desarrollo de procesos intervencionalizados de innovación⁴, desintermediación⁵ y titularización⁶ financieras, y el incremento de la actividad especulativa. Se ha asistido a una notable ampliación de los mercados de capitales, destacándose el flujo entre los propios países desarrollados y más

³ Este mecanismo aún se mantiene incluso bajo tipos de cambio flexibles.

⁴ Creación constante de nuevos instrumentos que permiten la obtención de rendimientos y la adaptación de los mercados a las diferentes coyunturas.

⁵ Disminución de la participación de las instituciones bancarias en el proceso de captación de capitales.

⁶ La titularización consiste en la búsqueda de financiamiento mediante la emisión de títulos valores.

recientemente hacia, desde y entre los llamados países emergentes (Molina, 2004). Las consecuencias, en términos de incremento de la inestabilidad, incertidumbre y riesgo en el entorno internacional, son evidentes. La creciente actividad especulativa ha provocado crisis internacionales, que cada vez se hacen más frecuentes y profundas. Sus efectos cuestionan la factibilidad de mantener los actuales niveles de “libertad” de los capitales sin prácticamente ningún coto.

Las crisis que se sucedieron en los años ochenta, noventa e incluso la iniciada en 2007 - 2008, con centro en los países desarrollados, han reafirmado también la incapacidad de las instituciones financieras internacionales para acometer sus funciones y el evidente fracaso de la política económica neoliberal respaldada por estas, no sólo en términos sociales, sino también en el logro de la tan valorada estabilidad macroeconómica.

El SMI muestra al menos tres problemas fundamentales que justifican la necesidad de un cambio en sus bases de funcionamiento. El sistema genera un efecto deflacionario: los desequilibrios acumulados en los pagos internacionales sólo se ajustan generando recesión. Un sistema basado en una (o pocas) monedas nacionales genera inestabilidad, pues la provisión de liquidez y la acumulación de reservas dependen de que el emisor incurra en un déficit de cuenta corriente, lo que tiene costos de credibilidad para la moneda de referencia⁷. A ello se suman las implicaciones en términos de exportación de la inflación estadounidense (efecto inflacionario) y de limitación en la captación de los beneficios de sus propias políticas expansivas. La inequidad generada por el fenómeno de “ayuda inversa” responde a la emisión desde países subdesarrollados de flujos financieros hacia Estados Unidos a cambio de reservas como protección frente a shocks externos, que limita la actividad económica mundial, si bien se justifica desde las perspectivas nacionales (Ocampo, 2010b: 1-5).

Las carencias institucionales del SMI se reflejan en la incapacidad de sus instituciones para asegurar un desarrollo económico estable y equilibrado a nivel mundial. En ellas se reproduce la desigual distribución de poder económico y político del sistema internacional, al tiempo que enfrentan cuestionamientos éticos asociados a los mecanismos de toma de decisiones.

Desde su fundación Estados Unidos ha sido el país con mayor cuota dentro del FMI, con un poder de decisión inigualable, incluso con poder de veto sobre las decisiones más importantes (FMI, 2013)⁸. Tras la modificación de 2008, en vigor desde marzo de 2011, en 2010 se aprobó un traspaso de alrededor del 6% de las cuotas de países sobrerepresentados a los subrepresentados, en especial hacia algunas economías emergentes. China se convertiría en el tercer miembro con mayor cuota y los restantes países de los BRICS se incluirían dentro de los diez primeros, manteniendo Estados Unidos su poder de veto. La suma del poder de voto de los países asiáticos casi iguala al de los Estados Unidos⁹.

De otro lado, la utilización del financiamiento del FMI ha acarreado importantes costos en términos de soberanía nacional para los países que los han requerido, por lo que algunos han optado por no hacer uso del mismo. La estricta condicionalidad que impone la institución los

⁷ Varias propuestas plantean el uso de los Derechos Especiales de Giro (DEG) como referencia del SMI.

⁸ Estados Unidos ostentó en un principio un poder de voto del 31,25% del total. Hoy es del 16,75%.

⁹ La nueva distribución de cuotas aún no ha entrado en vigor (FMI, 2012a).

ha presionado a aplicar reformas estructurales neoliberales. Las consecuencias han sido evidentes, mostrando el fracaso del neoliberalismo, no sólo desde el punto de vista social sino también económico. Sin embargo, las economías subdesarrolladas continúan siendo dependientes de las instituciones financieras multilaterales.

El FMI ha enfrentado justificados cuestionamientos éticos, especialmente en relación al mecanismo de toma de decisiones, la elección del Director Gerente y la imposición de condicionalidades, fundamentalmente a los países subdesarrollados, mostrando su doble rasero. Ante estos cuestionamientos y la reducción de su cartera de préstamos y sus ingresos, en 2006 el propio FMI lanzó un programa de reforma a mediano plazo, que incluyen algunas de las medidas más recientes. La posición de poder de los Estados Unidos y las economías avanzadas hace prácticamente inviable un cambio sustantivo dentro de la institución.

La Reforma de la Arquitectura Financiera Internacional

A raíz de las crisis de los noventa se desarrolló un movimiento en favor de la reforma de la arquitectura financiera internacional, cuya institucionalidad era incapaz de adaptarse a las nuevas condiciones de la economía internacional, acuñándose en 1998 el término de Nueva Arquitectura Financiera Internacional, a partir de un proceso de “autoreforma” de las instituciones financieras internacionales, que no fue más que un maquillaje a los problemas esenciales que respaldaban el imperativo de cambio de las bases del SMI¹⁰.

El tema se diluyó cuando la economía internacional dio algunas señales de recuperación. El interés por el proceso de reforma ha aparecido sólo en condiciones de agudización de la inestabilidad y de recesión de la economía mundial. En el año 2000 se incorporaron elementos al debate relacionados con el proceso de negociación de la deuda en el marco de la discusión sobre Financiación al Desarrollo de las Naciones Unidas. Para 2006, en medio de una crisis de credibilidad y legitimidad de las instituciones financieras, el FMI lanza una estrategia de reforma a mediano plazo. El proceso de discusión coincidió con el colapso financiero de 2008 y con el contradictorio relanzamiento de las instituciones financieras por parte del G-20, a las que se les restituyeron una parte importante de sus recursos.

La estrategia se orientó hacia el fortalecimiento de la función de supervisión y vigilancia, la reforma del sistema de gobierno y la recuperación de la situación financiera de la institución. Se propuso un cambio en la representación de los países, con el objetivo de incrementar la participación de las economías emergentes, a través de un incremento de sus cuotas, la propuesta de nuevas fórmulas para su cálculo y algunos cambios en el poder de voto de estos países, así como un reajuste de los ingresos y gastos de la institución (Sánchez, 2008).

La *autoreforma* parece ser más un intento de legitimación, que revela la capacidad de adaptación del organismo a las nuevas condiciones y a los cuestionamientos a los que ha

¹⁰ La agenda propuesta incluía: la transparencia, el fortalecimiento y liberalización del sistema financiero, la participación del sector privado en el manejo y prevención de crisis, la modernización de los mercados internacionales, la reforma de las instituciones internacionales, y la adopción de políticas sociales y ayuda para los países más vulnerables. Más tarde se incluyó el incremento del uso de Cláusulas de Acción Colectiva y el diseño de un Mecanismo de Reestructuración de la Deuda Soberana (Sánchez, 2008).

estado justificadamente sometido, que el reflejo de una genuina intención de reformar sus bases de funcionamiento. Así lo muestran las estrategias dilatorias para retrasar un proceso que no cuestiona siquiera las mayores cuotas de poder dentro del organismo (Sánchez, 2008).

De cualquier manera, la reforma de la arquitectura financiera internacional debe tener un enfoque más integral, no restringido al ámbito institucional. Sería necesario cuestionar también el diseño general del sistema, el comportamiento de la principal moneda de reserva, el carácter de la política económica y de los marcos regulatorios y sus implicaciones en términos de vulnerabilidad para los países subdesarrollados, entre otros aspectos.

En cuanto a la moneda de reserva destacan las propuestas de Stiglitz y Greenwald (2008), Ocampo (2010a) y Ocampo (2010b), entre otros, que apuntan al establecimiento de los DEG como moneda de reserva internacional, no controlada por ninguna economía nacional, y su posterior utilización como unidad de cuenta para el comercio de productos primarios.

El evidente déficit de coordinación macroeconómica a nivel internacional ha sido otro tema del debate en torno a la reforma del SMI, en tanto mayores niveles de coordinación pudieran traducirse en una mayor estabilidad y en la reducción del efecto contagio de las crisis. La posición de poder de los Estados Unidos, en base a su papel central del SMI, obstaculiza el proceso de coordinación en tanto no tiene incentivos para coordinar.

La discusión sobre la regulación financiera también ha ocupado un lugar importante en el debate internacional, especialmente a raíz de la crisis de 2008, y se ha desarrollado fundamentalmente en el marco del Comité de Supervisión Bancaria de Basilea y del G-20, ambos mecanismos que, dicho sea de paso, excluyen casi totalmente a los países subdesarrollados. La crisis reciente ha mostrado la insuficiencia de los enfoques microeconómicos adoptados, justificando la creación de un marco de regulación macroprudencial para evitar la sobreacumulación de riesgos en períodos expansivos, a lo que debe añadirse un fuerte componente contracíclico que contrarreste el carácter procíclico de los flujos financieros (Griffith-Jones y Ocampo, 2011).

Si bien un cambio del diseño monetario y financiero internacional requiere un enfoque integral desde el punto de vista de los contenidos, igualmente lo necesita en cuanto a la articulación de sus diferentes niveles: nacional, regional e internacional. A modo de ejemplo, marcos regulatorios nacionales que asuman los principios de soberanía nacional podrían contribuir a encauzar los recursos financieros, externos e internos, hacia sectores estratégicos para el desarrollo de los países. Igualmente, el papel de la política económica nacional es un elemento de importancia vital en la evolución de la economía internacional.

En el nivel regional también hay un margen importante para la actuación. Ello lo confirma la actual tendencia a la regionalización de las relaciones monetario-financieras. Las iniciativas en este plano podrían, si no revertir, al menos paliar la transferencia de recursos hacia países desarrollados que son necesarios para el desarrollo de las economías subdesarrolladas, y lograr una autonomía relativa del SMI, que evada en alguna medida la posición desventajosa que tienen las economías al insertarse de forma aislada en los mercados globales.

La inserción de las economías latinoamericanas en el SMI. Implicaciones en términos de autonomía

Del análisis previo pueden extraerse una serie de problemas que afectan a los países latinoamericanos, cuya relación con dinámicas regionales, justifican la necesidad de diseñar una nueva arquitectura financiera en América Latina, condicionada por la inserción desventajosa de sus economías en el sistema internacional. Como consecuencia, han perdido importantes cuotas de soberanía sobre sus políticas económicas.

Un primer asunto radica en las debilidades del SMI. La provisión de financiamiento por parte de las instituciones financieras internacionales no se ha logrado ni de manera oportuna ni barata en términos de primas y de soberanía sobre las políticas económicas. La enajenación del poder de decisión de los países subdesarrollados tiene implicaciones en la colocación de recursos y en la condicionalidad y orientación de las reformas que imponen. Por otra parte, las limitaciones de las monedas de referencia internacional se han reflejado en la volatilidad de los tipos de cambio, afectando la estabilidad de los flujos de comercio, el valor de los activos nominados en esas monedas y el costo de la deuda externa, entre otras variables. La emisión de dólares inflados para financiar los desequilibrios de los Estados Unidos cobra factura a los países subdesarrollados, por ser economías abiertas y dolarizadas.

Una de las implicaciones más importantes de la dolarización para los Estados es la restricción de la libertad para operar las tasas de interés, pues sus efectos sobre el producto y la inflación difieren de los tradicionales. La depreciación no es tan efectiva para mejorar la competitividad y estimular la demanda agregada, e incrementa el valor de la deuda nominada en dólares y aumenta el riesgo de descalces de monedas, incluso en operaciones domésticas nominadas en divisa (Leiderman, Maino y Parrado, 2006; Jeanneau y Tovar, 2008b).

El tipo de cambio adquiere una importancia mayor para economías abiertas, dolarizadas y con regímenes de tipo de cambio flexible, como la mayor parte de las latinoamericanas. Las autoridades no están dispuestas a dejar flotar libremente las monedas y se ven obligadas a intervenir, al tiempo que quedan más expuestas a shocks externos que afecten el tipo de cambio (Leiderman, Maino y Parrado, 2006). Los rumbos de la política económica no son controlados exclusivamente por las autoridades nacionales, sino que dependen de la política monetaria de los emisores de la moneda a la que está anclada *de facto* la economía.

En los últimos años, en medio de la volatilidad, el dólar ha mostrado un sesgo general a la depreciación asociado a una sostenida política monetaria expansiva de la Reserva Federal y la persistencia de ingentes déficit fiscal y en cuenta corriente en los Estados Unidos. Ello ha redundado en diferenciales de tasas de interés a favor de las economías latinoamericanas y, por tanto, en una entrada de capitales notable hacia las mismas, especialmente desde 2007. La mayor parte de las monedas latinoamericanas se han enfrentado a la apreciación del tipo de cambio real. Ante la pérdida de competitividad derivada de esta dinámica, países como Brasil han intervenido en el mercado cambiario para atenuar esta situación.

La pérdida de competitividad se verifica en el sector transable de las economías. Con precios de los productos básicos elevados, los exportadores pueden compensar el efecto de la apreciación. Pero el efecto no se evade tan fácilmente en sectores de mayor valor agregado,

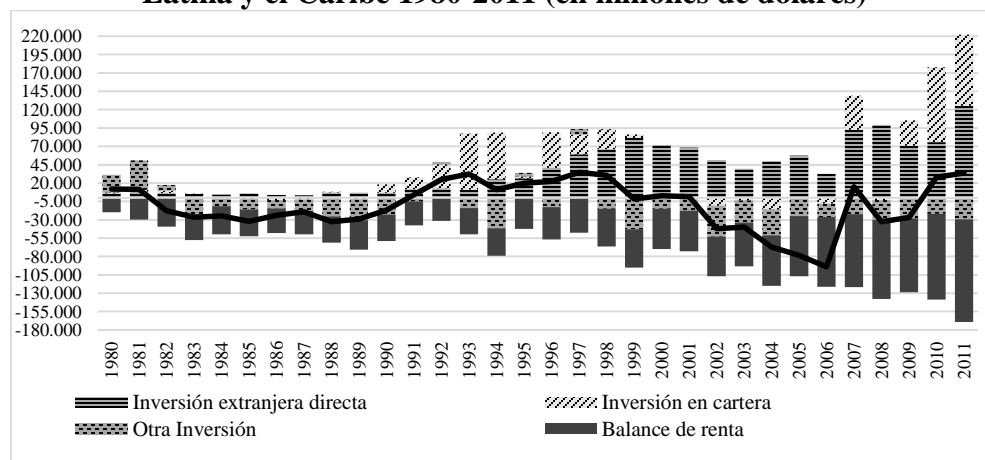
que quedan más expuestos a la competencia externa. La apreciación puede afectar los sectores industriales nacionales, obstaculizando la diversificación productiva y la integración regional, pues esta privilegia la comercialización de bienes manufacturados.

A falta de un seguro colectivo adecuado se da una creciente acumulación de reservas en los países de la región. Su dependencia de la demanda externa y la volatilidad de los flujos financieros han determinado la persistencia de esta política de autoprotección. Entre 2003 y 2011 las reservas internacionales de América Latina y el Caribe aumentaron alrededor de 308,1%, destacándose los incrementos de Bolivia, Brasil y Ecuador (CEPAL, 2013a).

La nominación de la mayor parte de esas reservas en dólares condiciona que una depreciación mantenida de esta divisa deteriore su valor, por lo que la retención de dólares es un riesgo adicional. Las reservas se administran bajo riesgo reducido, colocándose en instituciones de países desarrollados con rendimientos muy bajos. Ello condiciona la subutilización de esos recursos y contrasta con las limitaciones en la obtención de financiamiento de largo plazo. Se trata entonces de reducir las vulnerabilidades que conducen a su sobreacumulación, para facilitar la canalización eficiente del ahorro en favor del desarrollo regional. Los fondos regionales de estabilización pueden ser útiles para ese fin.

La inserción desventajosa de la región en el SMI se evidencia también en la transferencia neta de recursos hacia los países centrales, dando cuenta de la deficiente asignación y utilización de los recursos propios, que pudieran destinarse a la inversión productiva y contribuir a la potenciación de las capacidades internas regionales. Desde 1980, la partida renta de la cuenta corriente de América Latina ha sido cada vez más negativa, llegando a superar en no pocos períodos las entradas de capitales a la región.

Gráfico 1
Flujos Financieros, Balanza Renta y Transferencia Neta de Recursos en América Latina y el Caribe 1980-2011 (en millones de dólares)



Fuente: Elaboración propia en base a datos de CEPAL (2013a).

El comportamiento de la partida renta llama la atención sobre dos elementos esenciales. Primero, muestra la carga histórica del endeudamiento, provocando que una parte no despreciable del ahorro interno se utilice para pagar los intereses de la deuda contraída en

períodos anteriores¹¹. Segundo, refleja la magnitud de la remisión de utilidades de las empresas transnacionales que operan en la región¹² y los rendimientos de los capitales de corto plazo¹³. Desde 2003, ante el incremento de los precios de los productos básicos, la IED se convirtió en la principal fuente de recursos externos.

Se ha producido un incremento en la emisión de flujos financieros desde América Latina hacia el exterior en los últimos años, en especial hacia países desarrollados. En 2011 los egresos financieros de la región superaron los 135 mil millones de dólares, cifra superior a la del año 2000, cuando estos no alcanzaban los 40 mil millones de dólares (CEPAL, 2013a). Los países que más aportan son Argentina, Brasil, México y Venezuela, aunque casi todos prestan y depositan en el exterior en proporciones notables para el tamaño de sus economías.

Desde 1980 la transferencia neta de recursos se ha mostrado negativa durante períodos bastante prolongados. A partir de 2010, esta tendencia cambió debido al mayor arribo de capitales externos, lo que responde al bajo perfil de la actividad económica en los Estados Unidos y la recesión en Europa. Un escenario de reactivación de la economía estadounidense podría estimular un retorno de los capitales, fundamentalmente de los de corto plazo, a los países desarrollados. Desde las perspectivas nacionales, por amplia diferencia Brasil es el mayor receptor de flujos financieros externos de la región, al tiempo que México, Perú y los países de Centroamérica también refuerzan a esta tendencia. Sin embargo, Venezuela, Argentina y Chile se mantienen como emisores netos de recursos, al igual que Colombia y Bolivia, aunque en menores dimensiones (CEPAL, 2013a).

El capital extranjero ha mostrado su capacidad de adaptación a las condiciones de los mercados, utilizando cada modalidad para maximizar sus rendimientos, al tiempo que persisten las dificultades para acceder a financiamiento de la región y se acentúa un patrón primario-exportador que refuerza la dependencia regional y beneficia más que nada al capital extranjero. La desventajosa inserción regional en el SMI no sólo se expresa en la dificultad y carestía del acceso a los recursos que demanda el desarrollo regional, sino más que nada en la utilización de los recursos generados en la región en favor de intereses foráneos.

Características de los mercados financieros en América Latina

Una mirada a las características más distintivas de los mercados financieros latinoamericanos pone de relieve las limitaciones de la región en la generación de ahorro y su canalización hacia la inversión. El escaso desarrollo y profundidad de los mercados de capitales acentúa las restricciones derivadas del bajo nivel de ahorro de la región en términos de acceso a financiamiento de largo plazo generado en los mercados internos; como contraparte, la región muestra una importante dependencia financiera externa.

¹¹ Del total de renta pagada, los intereses siempre han representado una parte importante, que si bien ha reducido los niveles de la década perdida, aún en 2011 constituía cerca del 30% (CEPAL, 2013a).

¹² La repatriación de utilidades y dividendos ha ganado importancia: del 15,3% del total de salidas de rentas en 1990 pasó a concentrar el 45,6% en 2011 (CEPAL, 2013a).

¹³ Los rendimientos de inversión de cartera en los noventa aumentaron su participación en las salidas de renta, alcanzando en 2003 el 26,4% del total regional, cuando la IED comenzó a ganar importancia (CEPAL, 2013a).

A excepción de Brasil, Chile y Panamá, en 2010 la mayor parte de los países latinoamericanos el acceso al crédito bancario era menor al 70% del PIB, al tiempo que la media regional escasamente supera esa proporción, ubicándose en niveles inferiores al de países desarrollados y otros con niveles similares de PIB per cápita (CEPAL, 2011).

Algo similar sucede con los mercados de valores, donde –aunque se ha verificado una expansión en los últimos años– el índice de capitalización bursátil de la región no alcanzaba en 2011 el 40% del PIB¹⁴, inferior también al de otras regiones subdesarrolladas como Asia y Europa emergente (FMI, 2013). Los mercados de valores más desarrollados de la región –aunque aún por debajo de algunos estándares internacionales– radican en Brasil y Chile. La emisión de acciones es bastante limitada, aunque se ha incrementado impulsado por Brasil, y el mercado accionario muestra una alta concentración en un grupo de empresas grandes¹⁵.

En el mercado de deuda, la participación del sector público en la emisión de bonos es mucho mayor que la de otras regiones, concentrando en 2008 más el 60% del total (Jiménez y Manuelito, 2011)¹⁶. Esta tendencia se ha acentuado con el proceso de conversión de la deuda externa en interna a partir de 2003. El emisor más importante de deuda soberana es por diferencia Brasil, seguido por Argentina y México, y también lidera el segmento corporativo seguido por México, Chile, Venezuela y Argentina (Arreaza, 2009).

Una parte importante de la deuda se emite a tasas de interés flotantes y/o indexadas a la inflación, lo que supone riesgos adicionales. La deuda indexada a tipos de cambio ha tendido a reducirse en casi todos los países con el incremento de las emisiones en monedas locales (Venezuela y Argentina constituyen excepciones) (Jeanneau y Tovar, 2008a).

Los mercados de derivados también muestran un rezago importante respecto a otras regiones, reflejo de las propias limitaciones de intermediación e innovación financiera y la escasa gama de instrumentos y servicios financieros ofertados en la región. Sin embargo, ello constituyó una fortaleza de cara a la reciente crisis financiera internacional, condicionando un relativo aislamiento de las economías regionales a través de este canal de contagio.

El insuficiente desarrollo de los mercados de capitales ha determinado una mayor dependencia de la inversión respecto a los créditos bancarios, cuyo perfil no se ajusta al que esta requiere. Ello implica, además de una restricción en la captación de recursos financieros, una limitante a una adecuada administración de los riesgos, a través de la diversificación de la estructura de pasivos y a la efectividad algunos de instrumentos de política monetaria.

La baja intermediación financiera se refleja en la elevada concentración bancaria, la insuficiencia de instituciones financieras de perfil de largo plazo y la escasez de servicios e instrumentos ofertados en el mercado¹⁷. La estructura oligopólica de los mercados bancarios

¹⁴ El índice muestra la relación entre el valor de mercado del stock de acciones que se cotizan en bolsa y el PIB.

¹⁵ Entre 2000 y 2008, sólo 175 empresas participaban en los mercados accionarios domésticos de siete países latinoamericanos, emitiendo como promedio 8 empresas cada año (De la Torre, Ize y Schmulker, 2012).

¹⁶ El mercado chileno de bonos privados es de mayor importancia, mientras los corporativos de Brasil se han incrementado en los últimos años (De la Torre, Ize, y Schmulker, 2012: 33-34, 41).

¹⁷ En 2010 en Brasil, Chile, México y Venezuela, más del 80% del crédito lo otorgaban los diez mayores bancos, mientras que en Argentina esta proporción fue del 79,6% (CEPAL, 2011).

latinoamericanos condiciona la imposición de elevadas tasas de interés, que frenan el acceso a financiamiento, especialmente de los pequeños productores, y posibilitan la obtención de altas tasas de ganancia por parte de las instituciones bancarias. Ello se refleja en elevados *spreads* entre las tasas activas (de préstamo) y pasivas (de captación de depósitos)¹⁸.

La creciente participación de la banca comercial y del crédito al consumo en los sistemas bancarios nacionales ha determinado una orientación de la colocación de los recursos cada vez más sesgada hacia el corto plazo. Ello restringe las opciones de financiamiento de largo plazo, pues la oferta de créditos es reducida y su asignación excluye a las empresas que no son capaces de ofrecer garantías y a sectores donde la rentabilidad social es mayor que la económica. A pesar esto, el crédito bancario se ha convertido, junto con los propios recursos de las empresas, en su principal fuente interna de financiamiento para la inversión.

Los sistemas financieros latinoamericanos se han caracterizado por la extranjerización de los mercados nacionales, lo que se ha evidenciado en la participación de la banca extranjera en los mercados nacionales¹⁹, en la estructura monetaria de los préstamos y depósitos bancarios²⁰, así como en la emisión de títulos valores nominados en divisas. No obstante, la tendencia más reciente ha sido a la reducción de los niveles de dolarización.

La reducción de la deuda soberana en moneda extranjera responde en buena medida a la voluntad política de aumentar el uso de monedas locales en este mercado, asistiéndose desde 2003 a un incremento de la deuda de este tipo en Brasil, Uruguay, Colombia y Perú (Jeanneau y Tovar, 2008b). Ello ha estimulado una reducción relativa de la vulnerabilidad a fluctuaciones de los tipos de cambio y descalces de monedas, una mejoría en la calidad del endeudamiento público en términos de plazos y, recientemente, ha sido un paliativo a las restricciones externas de créditos. Aunque en el segmento de la deuda corporativa también se ha verificado igual tendencia a la captación de recursos en los mercados locales, esta ha contado con una participación más reducida de emisores, generalmente las empresas más grandes, quedando limitado el acceso para las empresas pequeñas y medianas.

Potencialidades de los mecanismos tradicionales de integración monetario-financiera en América Latina

Las instituciones financieras regionales han ganado importancia frente al financiamiento multilateral²¹. Ello se explica no sólo por un incremento del monto de los créditos otorgados sino también por una tendencia de largo plazo decreciente en la provisión de financiamiento por parte del FMI, el Banco Mundial y también el BID²².

¹⁸ Destacan los casos de Brasil (28,7%), Paraguay (25,2%) y Perú (16,8%) (Banco Mundial, 2013).

¹⁹ En 2010 el 35% de los activos bancarios estaban en manos extranjeras, en especial españolas (CEPAL, 2011).

²⁰ Como promedio entre 2008 y 2009, los créditos en moneda extranjera otorgados en siete países de la región representaron el 33% del total del crédito (De la Torre, Ize y Schmulker, 2012).

²¹ Por instituciones regionales se entienden el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), la Corporación Andina de Fomento – Banco de Desarrollo de América Latina (CAF), el Fondo Financiero para el Desarrollo de la Cuenca de la Plata (FONPLATA), el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE) y el Banco de Desarrollo del Caribe, aunque este análisis no se concentrará en los dos últimos.

²² Durante la crisis de 2008 los créditos del Banco Mundial y el BID a la región aumentaron significativamente.

Entre 1978 y 2011 los créditos del FLAR alcanzaron en total los 9.768 millones de dólares (Giraldo, 2012), que si bien de manera acumulada no superan los otorgados por el FMI, en algunos períodos sí han tenido mayor importancia. Para Ecuador el financiamiento provisto por el FLAR es más del doble que el otorgado por el FMI. Los montos agregados por subperíodos muestran que la asistencia del FLAR ha superado la del Fondo entre 1982 y 1985 y desde el período 1998-2001 hasta la actualidad²³.

Por su parte, la banca subregional de desarrollo (CAF, BCIE y Banco de Desarrollo del Caribe) concentraba en 2011 el 36% del crédito multilateral hacia América Latina y el Caribe, recuperando así la primacía que tuvo entre 2005 y 2008 respecto al BID y al Banco Mundial (CEPAL, 2013c). La CAF ha incrementado su participación en el financiamiento multilateral de la región, convirtiéndose en la principal fuente de este tipo para los miembros fundadores (Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela) (Ríos, 2012).

Ello ha tenido un correlato en la expansión del capital y membrecía de estas instituciones. A los miembros fundadores del FLAR -Bolivia, Colombia, Ecuador, Perú y Venezuela- se sumaron Costa Rica, Uruguay y Paraguay solicitó su adhesión en 2012. Ese mismo año se decidió expandir el capital suscrito del FLAR en un 40%, alcanzando así los 3.281,25 millones de dólares. Por su parte, la CAF, de cinco miembros fundadores en 1978 ha pasado a congregarse a 18 países accionistas y 15 bancos asociados, incrementándose sucesivamente su capital suscrito, que alcanzó los 6.300 millones de dólares en 2012²⁴ (CAF, 2013).

La actividad de estas instituciones ha mostrado su capacidad contracíclica, lo que reviste una importancia mayor, sobre todo para los países medianos y pequeños, que han sido beneficiados por la mantención de carteras de crédito balanceadas en términos geográficos, otorgándoles una porción importante de sus recursos. Los mayores recursos del FLAR han sido otorgados en períodos de contracción del PIB²⁵. La CAF mostró también su capacidad contracíclica durante la más reciente crisis económica, expandiendo notablemente sus créditos, hasta alcanzar en 2011 a 10.066 millones de dólares (CEPAL, 2013c).

Otra ventaja está asociada al bajo o nulo condicionamiento del financiamiento y a la mayor agilidad en la asignación de los recursos, lo que se traduce en un financiamiento más oportuno que el de organismos tradicionales. Además, muestran una mejor y más diversificada asignación sectorial de los recursos, colocados en buena medida en áreas estratégicas para el desarrollo de los países²⁶. Igualmente, han proporcionado una mayor credibilidad financiera a sus miembros, mostrando calificaciones de riesgo superiores, de

²³ Entre 1982 y 1985 los créditos otorgados por el FLAR a sus miembros fueron alrededor de 1,38 veces los del FMI, mientras que entre 1998 y 2001, y 2002 y 2005, fueron 3,26 y 2,15 respectivamente. Entre 2006 y 2010 el FLAR otorgó 480 millones de dólares a sus miembros, mientras que el FMI no lo hizo (Titelman, 2011).

²⁴ El capital autorizado de la CAF es de 10.000 millones de dólares, de los cuales a fines de 2012 se habían pagado más de 3.636 millones de dólares.

²⁵ Entre 1982 y 1989 el FLAR otorgó créditos por 2.754 millones de dólares. Con menor recurrencia en las demandas, a fines de los noventa y 2009, algunos países acudieron a los recursos del FLAR (Giraldo, 2012).

²⁶ En la última década la CAF ha sido la principal fuente de financiamiento en infraestructura y energía para sus miembros. La mayor parte de su cartera está colocada en proyectos de infraestructura (64%), aunque da cobertura a otras áreas, como la social, la productiva y el suministro de servicios básicos (Ríos, 2012).

manera que la pertenencia implica un seguro efectivo, con implicaciones para el acceso a financiamiento externo y los costos exigidos por primas de riesgo.

Estos organismos han jugado un rol significativo estimulando la creación de nuevos instrumentos financieros que permiten la diversificación de riesgos, de manera que son una fuente de estímulo a los mercados regionales de capitales. Ello tiene implicaciones positivas en términos de estímulo a la demanda de estos instrumentos, reducción de la dependencia del financiamiento externo, expansión de las fuentes de financiamiento de los bancos multilaterales y reducción de la exposición a descalces de monedas.

Es destacable la contribución de la banca de desarrollo regional a la integración, en especial a la integración física en el marco de UNASUR, aunque los proyectos se han sostenido también en la banca de desarrollo brasileña. Sin embargo, aún falta por recorrer en la potenciación del sector productivo e industrial, y de otros como el alimentario, pues, sin desconocer su importancia, el sesgo hacia el sector de infraestructura es considerable.

Habría que potenciar la capitalización de estas instituciones en busca de ampliar sus actividades en la región, lo cual plantea un reto importante y adjudica una importancia vital a la voluntad política como factor clave para aprovechar las entradas de capitales a la región y los períodos de términos de intercambio favorables, para potenciar su función contracíclica. Aunque casi todas las instituciones han asistido recientemente a ampliaciones de su capital, aún sus recursos son escasos respecto a la amplitud de sus objetivos y a los recursos de que disponen los países de la región, especialmente de las reservas internacionales.

La banca regional de desarrollo ha logrado mayores avances que la integración monetaria, lo que probablemente responda a la menor necesidad de coordinación y sesión de soberanía. La función de coordinación que podría ejercer el FLAR no se ha logrado, al tiempo que su membrecía aún es pequeña y excluye a varias de las principales economías de la región.

La participación simultánea de los países en varias instituciones compromete su capacidad de honrar sus compromisos de aportes de capital. El proceso de convergencia en curso debiera reflejarse en las instituciones financieras regionales, de manera que puedan ampliar su alcance a toda la región y la generar economías de escala (Pellandra, 2011). La duplicidad de funciones en varias instituciones del mismo corte también puede obstaculizar su consolidación como pilares de una nueva arquitectura financiera regional.

Desafíos más importantes para una nueva arquitectura financiera regional en América Latina

Ante la necesidad de diseñar una nueva arquitectura financiera regional para América Latina, se ha desarrollado un importante debate del que han surgido propuestas que articulan los diferentes componentes que deben integrar la nueva arquitectura financiera regional. Al mismo tiempo se ha avanzado, aunque aún de manera insuficiente y demorada, en la implementación de nuevos mecanismos. La propuesta fundamental contempla tres pilares: una banca de desarrollo de nuevo tipo, un fondo de reservas latinoamericano y un espacio monetario común, sobre la base de unidad de cuenta para el comercio intrarregional, con el objetivo de transitar en el largo plazo a una moneda común latinoamericana.

Como complemento, desde la academia se ha planteado la pertinencia de crear un mercado virtual de valores a nivel regional, que posibilite la captación de recursos internos y la ampliación del acceso a financiamiento a los productores, especialmente medianos y pequeños (Páez, 2010a). Además, destaca la propuesta concreta planteada por el economista peruano Oscar Ugarteche sobre la instauración de la Unidad Monetaria del Sur (UMS), como una unidad de cuenta conformada en base a una canasta de monedas latinoamericanas. Sin embargo, en ninguno de los dos casos se han constatado avances prácticos.

Desde 2007 comenzaron a implementarse nuevos mecanismos de integración monetario-financiera en América del Sur, que se insertaron, no sin contradicciones, en el nuevo contexto de la integración regional. Surgen así el Banco del Sur y el Banco del ALBA, el Sistema de Pagos en Monedas Locales entre Brasil y Argentina (SML) y el Sistema Unitario de Compensación Regional (SUCRE). En última instancia, se trata de propiciar el tránsito hacia un nuevo patrón productivo y de inserción internacional de la región. Aunque este debate se da en la esfera financiera, su esencia está en el diseño de las estrategias de desarrollo.

Más allá de los avances recientes, la creación de una nueva arquitectura financiera regional aún tiene muchos y grandes desafíos por sortear. Las relaciones de poder que se expresan tanto en el ámbito internacional como al interior de la región, son el principal obstáculo a vencer en ese camino, y sólo podrá superarse con la acción colectiva, no ya de los Estados, sino de los actores económicos y sociales comprometidos con el proyecto.

Si bien la unificación monetaria ha sido planteada como meta de muy largo plazo, no pocos asocian la integración monetario-financiera con la creación de una moneda común. Las razones por las que las economías latinoamericanas no pueden asumir una política monetaria común son simples: no se pueden aplicar políticas iguales a economías diferentes sin afectar a un grupo de ellas, especialmente las más débiles. El caso europeo ha sido esclarecedor. Dada su apertura y nivel de dolarización, los países pueden renunciar a la política monetaria y al tipo de cambio como instrumentos de ajuste frente a shocks externos.

La cooperación monetaria y financiera, aun cuando no requiera cesión de soberanía nacional como una unión monetaria, sí demanda algún grado de coordinación macroeconómica. Un proceso efectivo de coordinación puede allanar el camino a su profundización. Varios autores han planteado acertadamente la necesidad de lograr un mínimo nivel de convergencia de algunas variables macroeconómicas, con el establecimiento de metas monetarias y fiscales para acortar progresivamente las diferencias entre las economías, de manera que se facilite la profundización de los mecanismos de integración monetaria y financiera y se potencien sus ventajas (Arestis y Ferrari-Filho, 2012; Ugarteche, 2012).

En América Latina la coordinación aún es muy reducida. Si bien se han esbozado intentos de fijación de metas de convergencia no se han logrado resultados importantes. Los gobiernos son reticentes a la coordinación por la cesión de soberanía que implica en el manejo de instrumentos que afectan la vida económica, política y social de los países. Los incentivos a la coordinación son dispares y están condicionados por la existencia de relaciones de interdependencia asimétrica. Los países más grandes, en tanto su desempeño económico depende menos de las decisiones de sus socios, tienen menores incentivos para coordinar. El

caso de Brasil es probablemente el más representativo, pues ha tendido a imponer sus intereses nacionales en el marco de los grupos asociativos en los que participa.

La diversidad de políticas monetarias de las economías muestra la falta de coordinación y es un obstáculo a la convergencia de los tipos de cambio a partir del establecimiento de unidades de cuenta regionales. En ocasiones las políticas cambiarias de estos países se orientan en sentido contrario, dejando casi ningún margen para una moneda común y afectando la efectividad de los mecanismos de comercio en monedas locales (Ugarteche, 2012: 8-10).

La profundidad de los mecanismos de integración monetaria y financiera en la región está condicionada por la existencia de relaciones de interdependencia entre las economías, en lo que refiere a los incentivos a la coordinación macroeconómica, a la efectividad de los propios mecanismos y sus posibilidades de ampliación. Desde el punto de vista del comercio y la inversión, sin subvalorar los logros alcanzados en estos esquemas, y reconociendo sus diferencias relativas, poco se ha logrado en la de construcción de capacidades conjuntas.

La construcción de interdependencia debería conducir a la sincronización de los ciclos económicos, en la medida en que las principales variables de las economías integradas dependan unas de otras. En los países de UNASUR, MERCOSUR y el ALBA este proceso no ha tenido lugar, verificándose incluso correlaciones negativas entre algunos países.

El comercio intrarregional de bienes de América Latina es bastante bajo, siendo en 2011 las exportaciones intrarregionales sólo el 18,5% del total, y las importaciones el 19,35% del total (SELA, 2012c). En Sudamérica hay un comportamiento diferenciado entre los países del Pacífico y del Atlántico, vinculado a la capacidad productiva industrial de cada país y su participación del comercio intrarregional. Los países con mayor concentración del comercio en bienes primarios están más vinculados a los mercados internacionales, y los que producen una mayor proporción de bienes industriales lo están con sus vecinos de la región.

La baja proporción del comercio intrarregional limita las potencialidades de las iniciativas de integración monetario-financiera, específicamente en el caso de los mecanismos de comercio en monedas locales, condicionando su baja utilización. Las asimetrías en el comercio intrarregional son también una limitante, pues imponen techos a su utilización: el país que tiene a su favor la balanza comercial no tiene los mismos incentivos para participar.

Otro elemento importante en este sentido es la vocación rentista/extractivista de una parte de las economías latinoamericanas, que determina que puedan renunciar a los ingresos en divisas de la exportación de bienes primarios. Aunque la persistencia de este fenómeno muchas veces no tiene que ver con la decisión política de los gobiernos sino con los condicionantes de un patrón histórico de inserción subordinada en la economía internacional, la voluntad política no deja de ser un factor importante para su reversión. Ello está ligado al diseño de estrategias de desarrollo orientadas a cambiar el patrón productivo y de inserción internacional de las economías. La dependencia de la sostenibilidad de los proyectos gubernamentales, incluso los de vocación más transformadora, de los precios internacionales limita su capacidad de impulsar estos cambios.

El caso del ALBA es representativo, pues el proyecto depende de la facturación de la renta petrolera venezolana. Cambios en los precios del petróleo afectan los planes de integración, el comercio y la inversión, y con ello la profundización de los instrumentos de integración monetario-financiera. Ha habido dificultades para echar a andar las empresas transnacionales, especialmente del sector productivo e industrial, cuyo funcionamiento constituiría un esfuerzo en la construcción de capacidades productivas conjuntas.

En tanto no se construyan relaciones de interdependencia que exijan la profundización de los lazos financieros y a la vez les provean sustento real, el avance hacia una nueva arquitectura financiera regional dependerá de la voluntad política de los gobiernos y del contexto político regional. Ello le añade una vulnerabilidad importante, pues cambios en la orientación política de los gobiernos pondrían en peligro su profundización e incluso su continuidad si afectaran el balance regional de fuerzas favorable que le dio su impulso original.

No obstante, la relación entre la interdependencia y la profundización de los procesos de integración monetario-financiera puede darse en ambos sentidos. Al respecto, es relevante el análisis de la endogeneidad de los criterios de AMO de Frankel y Rose (1997), demostrando que la profundización de la integración monetaria puede resultar en un estímulo al incremento de los flujos comerciales y la sincronización de los ciclos económicos. Ahumada y Martirena-Mantel (2001) verifican esta hipótesis para el MERCOSUR arribando a resultados similares.

Otro desafío es la sobreoferta de instituciones financieras regionales y la participación simultánea de los países, expresándose en tratamientos diferenciados a los créditos en cuanto a plazos, tasas de interés y prioridades, mecanismos y procedimientos burocráticos diferentes, multiplicidad de compromisos financieros en términos de aportes de capital, y, en definitiva, en la diversidad de visiones de desarrollo e integración (SELA, 2010).

Sería decisivo desarrollar un esfuerzo de construcción de instituciones y mecanismos de alcance regional que se conviertan en los pilares de la integración monetario-financiera en América Latina. Este esfuerzo debía traducirse en la consolidación del Banco del Sur, la ampliación y reforma del FLAR y el establecimiento de una unidad de cuenta regional con funciones comerciales y posteriormente de reserva, mecanismos que estarían acompañados de un proceso de coordinación macroeconómica en el ámbito monetario, cambiario y fiscal.

La heterogeneidad de visiones de inserción internacional de los actores económicos y políticos de la región no es un obstáculo menor. La confrontación de poderes en uno y otro sentido se evidencian no sólo a escala regional, sino nacional, determinando que gobiernos comprometidos con el nuevo diseño financiero enfrenten presiones de los grupos de poder de sus países, especialmente los vinculados al capital transnacional.

A nivel regional se ha producido una polarización que refleja la disputa de espacios de influencia por dos visiones diferentes de inserción internacional, representadas por el previsible MERCOSUR ampliado y la Alianza del Pacífico. La visión de la Alianza del Pacífico se corresponde con la lógica tradicional de subordinación a las potencias centrales a través de la vinculación con los capitales transnacionales, mientras que la del MERCOSUR jerarquiza las lógicas regionales sobre la de los mercados globales (Regueiro, 2012).

Esta polarización tiene un reflejo en el ámbito financiero, donde los países de la Alianza del Pacífico, bajo la lógica de la subordinación externa, han unificado las bolsas nacionales en el MILA (Mercado Integrado Latinoamericano), que se presenta como una propuesta novedosa y atractiva para los grandes capitales, proporcionándole acceso a los mercados de valores estadounidenses, lo que contrasta con la lentitud en la concreción del Banco del Sur y la falta de avances en el ámbito de la integración de los mercados de capitales (Ugarteche, 2012).

Por último, sería necesario retomar la articulación de los avances en los diferentes niveles de la arquitectura financiera, de manera que los avances a nivel regional, como ha sido evidente, tendrán límite en el actual diseño monetario y financiero internacional, así como también en los niveles nacionales. De hecho, las propias distorsiones del SMI se traducen a la vez en obstáculos y motivos para impulsar un diseño regional de un nuevo carácter.

Conclusiones

- La teoría de las AMO, así como la llamada teoría convencional de la integración, si bien aportan elementos de utilidad para el estudio de la integración monetaria y financiera en países subdesarrollados, no son el referente más adecuado para ello, pues fueron concebidas a la luz del proceso de integración europeo –hoy seriamente cuestionado- y que difiere en cuanto a objetivos y puntos de partida de la experiencia latinoamericana.
- Ante estas limitaciones se plantea un grupo de opciones de alcance parcial enmarcadas en el espectro de la cooperación e integración financiera, que incluye sistemas de pagos regionales, fondos de reservas, iniciativas de desarrollo de los mercados financieros y arreglos regionales de tipo de cambio. Su aplicación, a la vez que exige determinados requerimientos, podría aportar beneficios en cuanto a la prevención y aislamiento relativo ante shocks externos, estabilidad macroeconómica, gestión y asignación eficiente de los recursos y algún nivel de autonomía frente a la dinámica del SMI.
- El diseño del SMI refleja la propia distribución del poder económico y político mundial, especialmente de los Estados Unidos y de los capitales transnacionales. En consecuencia, ha constituido un instrumento más de enajenación de los países subdesarrollados de los beneficios de la globalización, resultando en una profundización del subdesarrollo.
- La reforma de la arquitectura financiera internacional ha mostrado avances lentos, intermitentes y poco profundos. La falta de solución a los problemas del SMI ha propiciado la regionalización monetario-financiera, fundamentalmente en Asia y América Latina.
- La reformulación de la arquitectura financiera internacional no puede enfocarse solamente desde el ángulo institucional, sino desde una perspectiva más integral, que incluya la revisión del carácter de las relaciones económicas bajo su estructura, en el cual el papel de la política económica ha sido medular. Este enfoque integral requiere de una visión que articule de manera efectiva los niveles nacionales, regionales e internacionales.
- Las economías latinoamericanas se insertan de manera desventajosa en la economía internacional, con implicaciones en términos de autonomía nacional. La dolarización acentúa la pérdida de soberanía sobre la política económica y potencia su vulnerabilidad

ante la volatilidad y carácter procíclico de los flujos financieros externos y la inestabilidad de la moneda de reserva internacional, lo que ha condicionado la sobreacumulación ineficiente y riesgosa de reservas nominadas en dólares como forma de cobertura.

- La emisión neta de capitales, especialmente hacia los Estados Unidos, reflejada en una sangría perenne del ahorro, contrasta con la magnitud de las necesidades del desarrollo regional y las restricciones del financiamiento de largo plazo. Revertir esta tendencia constituye un reto y un motivo para la integración monetario-financiera a nivel regional.
- Los mercados financieros latinoamericanos muestran un bajo nivel de desarrollo en todos los segmentos, siendo el crédito bancario el instrumento más usado para captar financiamiento interno de largo plazo, al que acceden principalmente empresas grandes con capacidad de ofrecer garantías, quedando marginados los productores medianos y pequeños. La participación corporativa en los mercados de deuda es relativamente baja en comparación con otras regiones, concentrándose la mayor parte de la emisión en los bonos soberanos. El financiamiento a la inversión es bastante limitado, siendo el crédito bancario y los propios recursos internos las principales fuentes de financiamiento de la inversión de las empresas. Ello muestra las deficiencias de la región en la canalización del ahorro interno.
- A pesar de su reducción en períodos recientes, el nivel de dolarización de los sistemas financieros latinoamericanos es elevado. Este se expresa en la participación extranjera en los sistemas bancarios nacionales, especialmente de origen europeo, en la proporción de créditos y depósitos y la emisión de deuda en moneda extranjera.
- Las instituciones financieras regionales tradicionales han aumentado su importancia como fuentes de financiamiento multilateral. Sus principales potencialidades radican en su capacidad contracíclica, la baja o nula condicionalidad exigida, la mayor agilidad en la aprobación de los mismos, la mejor asignación sectorial de los recursos y la provisión de mayor credibilidad como bien público regional, por su adecuada calificación de riesgo. Sin embargo, aún el capital de algunas de ellas no refleja los recursos acumulados por los países miembros y resultan insuficientes para atender los propósitos que se plantean, al tiempo que mantienen un sesgo importante del financiamiento hacia proyectos de infraestructura.
- La sobreoferta de instituciones financieras y la membrecía simultánea de varios países en algunas de ellas se expresa en tratamientos diferenciados a los créditos otorgados en términos de plazos, tasas de interés y prioridades del financiamiento, y en la multiplicidad de compromisos de aportes de capital. Un esfuerzo de construcción de instituciones y mecanismos de alcance regional permitiría el aprovechamiento de economías de escala.
- Los avances en materia de integración monetario-financiera regional, aun siendo relevantes en el camino de generar espacios de autonomía, son insuficientes para lograr un cambio en el diseño financiero regional y revertir la inserción subordinada en el sistema internacional.
- La coordinación de políticas económicas, sobre todo en los ámbitos monetario y fiscal, es de significativa importancia para el éxito de cualquier esquema de integración monetaria y financiera. La falta de coordinación impone límites importantes a la efectividad y profundización de la integración monetario-financiera regional en América Latina.

- El bajo nivel de interdependencia entre las economías latinoamericanas, y más bien la existencia de interdependencia asimétrica, también limita la profundización de los mecanismos de integración monetario-financiera. En tanto estas no se construyan, el avance hacia una nueva arquitectura financiera regional seguirá dependiendo de la voluntad y orientación política de los gobiernos y de la preservación de una correlación de fuerzas favorable. No obstante, la relación entre la interdependencia y la profundización de los procesos de integración funciona en ambos sentidos, pudiendo estimularse mutuamente.
- La heterogeneidad de visiones de inserción internacional de los diferentes actores de la región no es un obstáculo menor, y se refleja en la confrontación de posiciones de poder y la disputa de espacios de influencia en los niveles regionales y nacionales. El compromiso con la construcción de una nueva arquitectura financiera está condicionado por la adopción de una visión que jerarquice las relaciones intrarregionales respecto a las globales, por lo que el debate sobre la integración monetario-financiera tendrá sus mayores definiciones en el terreno de las estrategias de desarrollo y los patrones de inserción internacional.

Bibliografía

- Ahumada, Hildegart y Martirena-Mantel, Ana María 2001 “Towards a Potencial Monetary Union in Latin America: Testing the Endogeneity Criteria for Mercosur” en *Anales de la AAEP* (Buenos Aires: AAEP). En <www.aaep.org.ar/anales/works/works2001/ahumada_martirena-mantel.pdf> acceso 2 de noviembre de 2012.
- Arestis, Philip y Ferrari-Filho, Fernando 2012 “Regional integration in South America” en *Revista Venezolana de Análisis de Coyuntura* (Caracas) Vol XVII, N° 2, julio-diciembre.
- Arreaza, Adriana 2009 “Emisiones de renta fija en América Latina”, en <www.caf.com/media/3161/200912_Mercado_renta_fija.pdf> acceso 4 de junio de 2013.
- Banco Mundial 2013 World Databank en <databank.worldbank.org/data/home.aspx> acceso 3 de julio de 2013.
- CAF 2013 *Informe Anual 2012* (Bogotá: CAF).
- CEPAL 2011 *La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe* (Santiago de Chile: CEPAL).
- CEPAL 2013a *Anuario Estadístico de América Latina y el Caribe 2012* (Santiago de Chile: CEPAL).
- CEPAL 2013b *Balance preliminar de las economías de América Latina y el Caribe 2012* (Santiago de Chile: CEPAL).
- CEPAL 2013c “El papel de la arquitectura financiera regional” en CEPAL *Estudio Económico de América Latina y el Caribe 2012* (Santiago de Chile: CEPAL).
- CEPAL 2013d *La inversión extranjera directa en América Latina y el Caribe 2012* (Santiago de Chile: CEPAL).
- Chapoy, Alma 2001 “El sistema monetario internacional”, en *Colección Textos Breves de Economía* (México DF: UNAM/IIIE).
- Chapoy, Alma 2006 “Cooperación financiera regional en Latinoamérica: posibilidades y obstáculos” en Chapoy, Alma *Reforma financiera en América Latina* (Buenos Aires: CLACSO).

- De la Torre, Augusto, Ize, Alain y Schmulker, Sergio 2012 *Financial Development in Latin America and the Caribbean. The road ahead* (Washington DC: The World Bank).
- FLAR 2013 *Memoria anual 2012* (Bogotá: FLAR).
- FMI 2010 “IMF Executive Board Approves Major Overhaul of Quotas and Governance”, 5 de noviembre en <www.imf.org/external/np/sec/pr/2010/pr10418.htm> acceso 17 de marzo de 2013.
- FMI 2012a “Ficha Técnica. Las cuotas en el FMI” 24 de agosto en <www.imf.org/external/np/exr/facts/spa/quotass.htm> acceso 21 de febrero de 2013.
- FMI 2012b “Ficha Técnica. Préstamos del FMI” 30 de septiembre en <www.imf.org/external/np/exr/facts/spa/howlends.htm> acceso 21 de febrero de 2013.
- FMI 2013 “IMF Members' Quotas and Voting Power, and IMF Board of Governors” 14 de marzo en <www.imf.org/external/np/sec/memdir/members.aspx> acceso 17 de marzo de 2013.
- FONPLATA 2012 *Sumando esfuerzos para la integración y el desarrollo. Publicación especial 35 años* (Santa Cruz de la Sierra: FONPLATA).
- Frankel, Jeffrey A. 2003 “Experience and lessons from exchange rate regimes in emerging economies” en <www.nber.org/papers/w10032> acceso 2 de noviembre de 2012.
- Frankel, Jeffrey A. y Rose, Andrew 1996 “The endogeneity of the Optimum Currency Area criteria” en <www.nber.org/papers/w5700> acceso 2 de noviembre de 2012.
- Fritz, Barbara y Mühlich, Laurissa 2008 “South-South Cooperation: An option for emerging markets and developing economies to foster regional financial development?”, Ponencia presentada en el Seminario Más allá de Bretton Woods: la economía transnacional en busca de nuevas instituciones, 15 al 17 de octubre.
- Giraldo, Carlos 2012 “Fondo Latinoamericano de Reservas 2012”, Ponencia presentada en la Reunión Regional Análisis y Propuestas para la reforma de la Arquitectura Financiera Regional y la Cooperación Monetaria y Financiera en América Latina y el Caribe, 27 y 28 de febrero.
- Griffith-Jones, Stephany y Ocampo, José Antonio 2010 “La arquitectura financiera internacional. A la luz de la crisis: algunos logros y numerosos desafíos”, Ponencia presentada en Conference on development cooperation in times of crisis and on achieving the MDGs, 9 al 10 de junio.
- Jeanneau, Serge y Tovar, Camilo 2008a “Implicaciones de los mercados de bonos en moneda local para la estabilidad financiera: un resumen de los riesgos” en *BIS Papers* (Basilea: BIS) N° 36. En <www.bis.org/publ/bppdf/bispap36e_es.pdf> acceso 3 de julio de 2013.
- Jeanneau, Serge y Tovar, Camilo 2008b “Los mercados de bonos latinoamericanos en moneda local: una panorámica” en *BIS Papers* (Basilea: BIS) N° 36. En <www.bis.org/publ/bppdf/bispap36d_es.pdf> acceso 3 de julio de 2013.
- Jiménez, Luis Felipe y Manuelito, Sandra 2010 “Los mercados financieros en América Latina y el financiamiento de la inversión: hechos estilizados y propuestas para una estrategia de desarrollo” en *Series Macroeconomía del desarrollo* (Santiago de Chile: CEPAL), N° 107, noviembre.
- Jiménez, Luis Felipe y Manuelito, Sandra 2011 “América Latina: sistemas financieros y financiamiento a la inversión. Diagnósticos y propuestas” en *Revista CEPAL* (Santiago de Chile: CEPAL) N° 103, abril.
- Kenen, Peter B. 1969 “The theory of Optimum Currency: An eclectic view” en Mundell, Robert y Swoboda, Alexander (eds.) *Monetary Problems of the International Economy*. (Chicago: University of Chicago Press).

- Leiderman, Leonardo, Maino, Rodolfo y Parrado, Eric 2006 “Inflation targeting in dollarized economies” en *Working Papers* (Santiago de Chile: Banco Central de Chile) N° 368, julio.
- Machinea, José Luis y Titelman, Daniel 2007 “¿Un crecimiento menos volátil? El papel de las instituciones financieras regionales” en *Revista de la CEPAL* (Santiago de Chile: CEPAL), N° 91, abril.
- Magariños, Gustavo 2000 *Integración multinacional. Teoría y sistemas* (Montevideo: Universidad ORT/ALADI).
- Marín, Claudia 2012 “¿Hacia una unión monetaria en el Mercosur?” en *Temas de Economía Mundial* (La Habana: CIEM) II Etapa, Edición Especial "Evento Jóvenes 2011", abril.
- Marín, Claudia y Pérez, Beatriz 2008 “Hacia una moneda única en Mercosur”, Tesis de Grado, La Habana.
- McKinnon, Ronald I. 1963 “Optimum Currency Areas” en *The American Economic Review* (Pittsburgh) Vol. 53, N° 4, septiembre.
- Molina, Elda 2004 “El mercado internacional de capitales” en Colectivo de autores *Economía Internacional* (La Habana: Félix Varela).
- Mühlich, Laurissa y Fritz, Barbara 2012 “Varieties of regional monetary co-operation: A tool for reducing volatility in developing economies?”, Ponencia presentada en el Workshop Regional Integration for Development?, 20 al 22 de noviembre.
- Mundell, Robert A. 1999 “Una teoría de Áreas Monetarias Óptimas” en *Cuadernos de Economía* (Bogotá: Universidad Nacional de Colombia) Vol. XVIII, N° 31, II semestre.
- Ocampo, José Antonio 2010a “La reforma del Sistema Monetario Internacional” en *Pensamiento Iberoamericano* (Madrid: AECID/Fundación Carolina) N° 6, 2da Época, junio.
- Ocampo, José Antonio 2010b “Los derechos de giro y el sistema mundial de reservas” en Alonso, José Antonio, Fernández, Santiago y Steinberg, Federico (eds.) *La reforma de la arquitectura financiera internacional* (Madrid: AFI/Fundación ICO/ICEI/Real Instituto Elcano).
- Páez, Pedro 2008 “El bloque dólar y la nueva arquitectura financiera regional”, Ponencia presentada en el X Encuentro de Economistas y Contadores sobre Globalización y Problemas del Desarrollo, 3 al 7 de marzo.
- Páez, Pedro 2010a “El mercado virtual de valores en el marco de la nueva arquitectura financiera regional” en www.bce.fin.ec/documentos/PublicacionesNotas/ComunicacionMedios/Documentos/R1DOC09.pdf acceso 25 de enero de 2013.
- Páez, Pedro 2010b “La autonomía financiera de América Latina en la crisis económica mundial” en *Cuadernos del Pensamiento Crítico Latinoamericano* (Buenos Aires: CLACSO) N° 30, mayo.
- Páez, Pedro 2011 “La nueva arquitectura financiera regional: la crisis estructural y el futuro de América Latina” en www.eclac.cl/prensa/noticias/comunicados/3/43963/PedroPaez_CEPAL070711.pdf acceso 6 de mayo de 2013.
- Palma, Pedro A. 1975 “Análisis del Sistema Monetario Internacional” en *Estudios Internacionales* (Santiago de Chile: IIE) Vol. 8, N° 32, octubre-diciembre.
- Pellandra, Andrea 2011 “Arquitectura financiera regional y comercio en América Latina y el Caribe”, Ponencia presentada en el Taller Arquitectura Financiera Regional: retos y desafíos para impulsar el desarrollo económico, 28 de noviembre.

- Piñeiro, Rubén 2004 “Sistemas monetarios internacionales” en Colectivo de autores *Economía Internacional* (La Habana: Félix Varela).
- Regueiro, Lourdes María 2010 “Banco del Sur: su aporte a una nueva arquitectura financiera regional” en [www.obela.org/system/files/Lourdes%20El%20Banco%20del%20Sur%20para%20OBE LA-1.pdf](http://www.obela.org/system/files/Lourdes%20El%20Banco%20del%20Sur%20para%20OBE%20LA-1.pdf) > acceso 21 de mayo de 2013.
- Regueiro, Lourdes María (coord.) 2012 “La evolución perspectiva de la integración latinoamericana”, CIPI, La Habana.
- Ríos, Germán 2012 “Elementos prioritarios para el avance y consolidación de la arquitectura financiera de América Latina y el Caribe”, Ponencia presentada en la Reunión Regional Análisis y propuestas para la Consolidación de Arquitectura Financiera Regional y la Cooperación Monetaria y Financiera en América Latina y el Caribe, 27 y 28 de febrero.
- Sánchez, Fernando 2008 “Economía política de la crisis y la regulación financieras: de Bretton Woods a Basilea II y la crisis actual”, Ponencia presentada en el Seminario Más allá de Bretton Woods: la economía transnacional en busca de nuevas instituciones, 15 al 17 de octubre.
- Sánchez, Marlén 2008 “La nueva Estrategia de Reforma de mediano plazo del FMI: ¿más de lo mismo?”, Ponencia presentada en el Seminario Más allá de Bretton Woods: la economía transnacional en busca de nuevas instituciones, 15 al 17 de octubre.
- SELA 2012a *La situación reciente de la reforma de la arquitectura monetaria y financiera internacional y de los avances hacia una arquitectura monetaria y financiera regional para América Latina y el Caribe* (Caracas: SELA) en [www.sela.org/attach/258/default/DT-2_Reforma_de_la_Arquitectura_Financiera_\(esp\).pdf](http://www.sela.org/attach/258/default/DT-2_Reforma_de_la_Arquitectura_Financiera_(esp).pdf) > acceso 26 de noviembre de 2012.
- SELA 2012b *Desarrollos recientes en materia monetaria y financiera internacional y regional* (Caracas: SELA).
- SELA 2012c *Informe sobre el proceso de Integración Regional 2011-2012* (Caracas: SELA).
- Stiglitz, Joseph y Greenwald, Bruce 2008 “A Modest Proposal for International Monetary Reform”, Ponencia presentada en International Economic Association Meeting, 25 al 29 de junio.
- Titelman, Daniel 2011 “Instrumentos para la integración financiera regional”, Ponencia presentada en el Taller Arquitectura Financiera Regional: retos y desafíos para propulsar el desarrollo económico, 28 de noviembre.
- Ugarteche, Oscar 2007 “Hacia una estructura financiera regional” en www.obela.org/system/files/Hacia+una+nueva+arquitectura+financiera+regional+latind+add+eurodad.doc > acceso 23 de enero de 2013.
- Ugarteche, Oscar 2008a “Entre la realidad y el sueño. La construcción de una arquitectura financiera sudamericana” en *Nueva Sociedad* (Buenos Aires: FES) N° 217, septiembre-octubre de 2008.
- Ugarteche, Oscar 2008b “Hacia una nueva arquitectura financiera regional”, en www.choike.org/documentos/ifis_ugarteche_undp.pdf > acceso 23 de enero de 2013.
- Ugarteche, Oscar 2012 “Regional Financial Cooperation. Issues in South America” en papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2070738 > acceso 3 de julio de 2013.